

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 徐 春 (8621)68751569 xuchun1987@gmail.com

二季度持续盈利，公司迈入良性发展轨道

事件描述

ST 厦华今日发布了其 2010 年度中期财务报告，其主要内容如下：

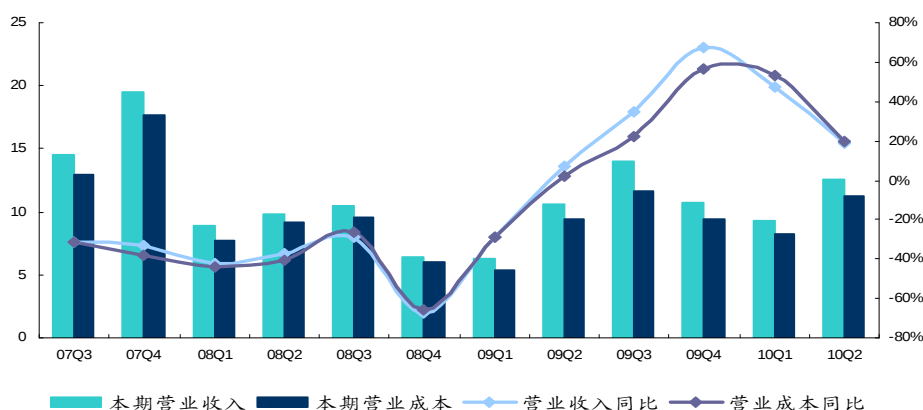
- 公司上半年共实现营业收入 21.81 亿元，同比上升 29.39%；实现净利润 0.42 亿元，较上年同期下滑 20.46%；实现 EPS 0.11 元，其中二季度实现 EPS 0.07 元。
- 报告期内，公司平板电视的销售额为 20.28 亿元，占公司总收入的 92.97%；外销收入达 19.86 亿元，较去年同期实现 52.47% 的增长，其中对台湾地区的出口额较去年同期增长 220.19%。

事件评论

第一，公司主营收入上半年基本符合预期，二季度环比增长明显

公司上半年共实现营业收入 21.81 亿元，同比增长 29.39%，基本满足公司 09 年年报中关于 10 年增长 30% 的预期，其中二季度主营较一季度环比增长明显。

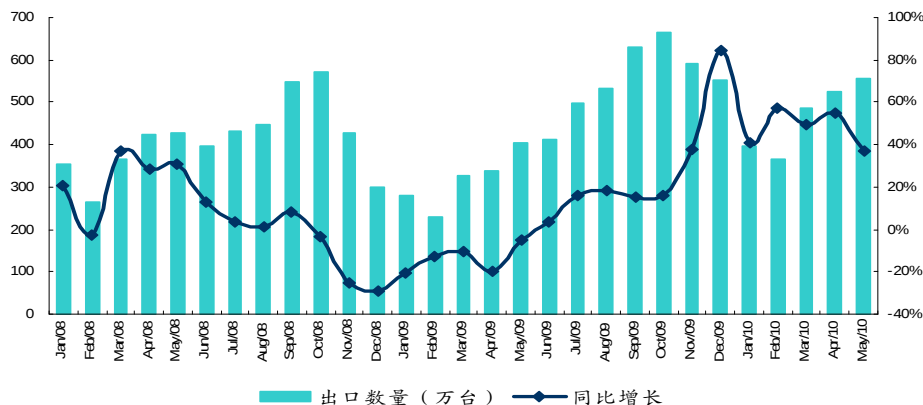
图 1：公司二季度主营较一季度环比增长明显，同比增速持续放缓



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司上半年主营增长明显的主要原因在于公司管理层调整经营策略，除了进一步深耕北美以及日本等发达国家市场外，还逐步加大对新兴市场的开拓力度。厦华作为目前返修率最低的彩电品牌之一，其优良的产品质量获得了国际市场一致好评，目前厦华产品的行销服务网络遍及世界 119 个国家和地区。公司上半年外销收入达 19.86 亿元，较去年同期实现 52.47% 的增长，其中对台湾地区的出口额较去年同期增长 220.19%。

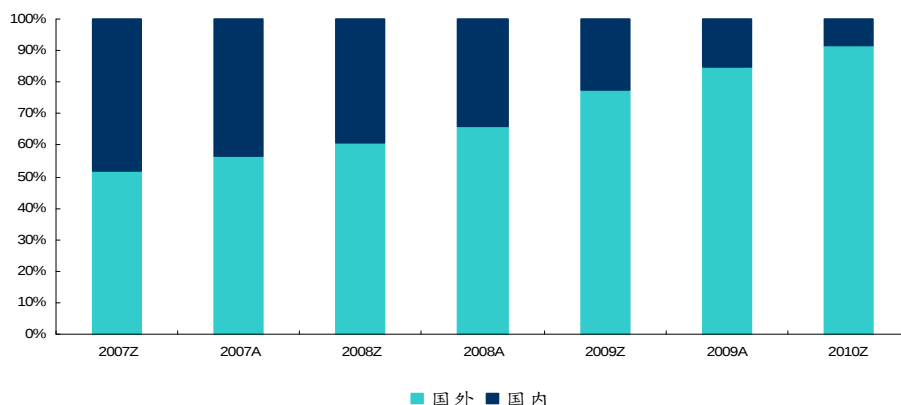
图 2：国内彩电出口数量二季度较一季度也有明显增长



资料来源：CEIC，长江证券研究部

虽然公司作为“家电下乡”政策的中标企业，但伴随着公司重心向海外市场的转移，公司国内市场的销售额仍逐步降低。上半年公司国内销售额仅为 1.85 亿元，较去年同期下滑 51.66%，公司国内销售额在总销售额中的占比已跌至 10% 以下。

图 3：随着公司业务重心向海外转移，国内销售额在总销售额中的占比持续下滑

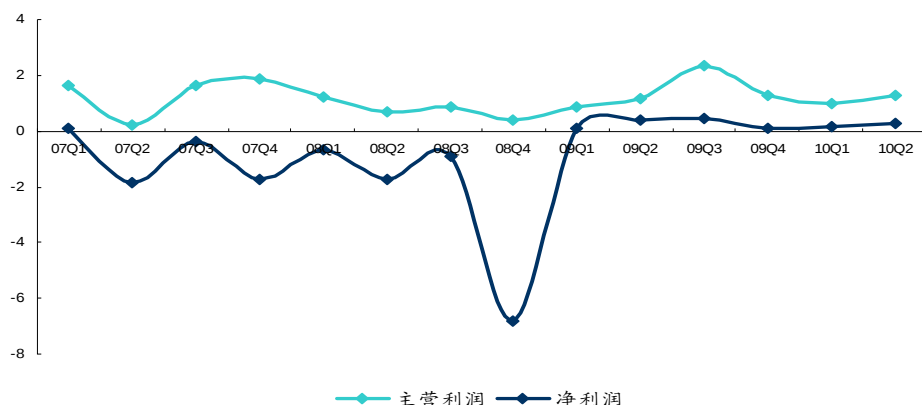


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，公司持续六个季度实现盈利，毛利率持续小幅下滑

与大多数个股通过重组恢复上市不同，ST 厦华是通过主营业务的扭转而恢复上市，因此其目前的盈利能力仍是我们关注的焦点。公司上半年共实现盈利 0.42 亿元，其中二季度实现 0.26 亿元，公司已持续六个季度实现盈利，且单季度净利润有逐步上升的趋势。

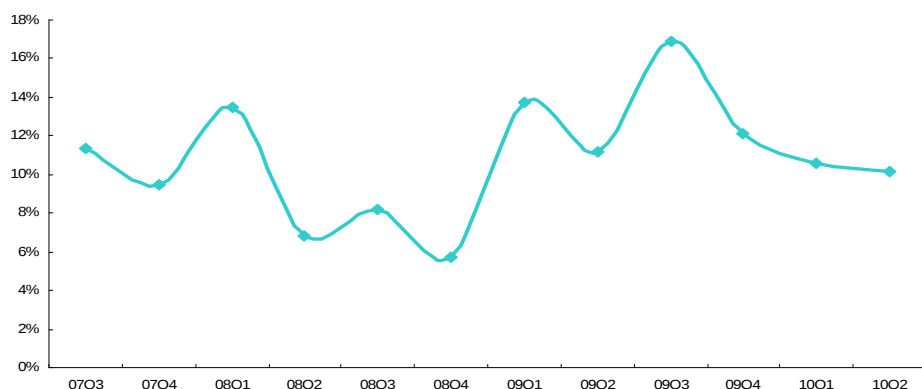
图 4：公司已经持续六个季度实现盈利



资料来源：Wind，长江证券研究部

自 09 年三季度以来，公司单季度毛利率呈持续下滑态势。彩电制造业作为一个完全竞争的开放市场，在行业竞争逐步加剧的情况下毛利率小幅下滑也在情理之中。考虑到目前公司产品以出口为导向，在人民币升值以及上半年度欧洲债务危机的双重影响下，出口部分毛利率必然也会在一定程度上下滑。而国内依靠“家电下乡”带动的主要是低端产品的销量，这类产品本身毛利率就偏低，但是由于其占比较低，故对公司综合毛利率的影响不大。

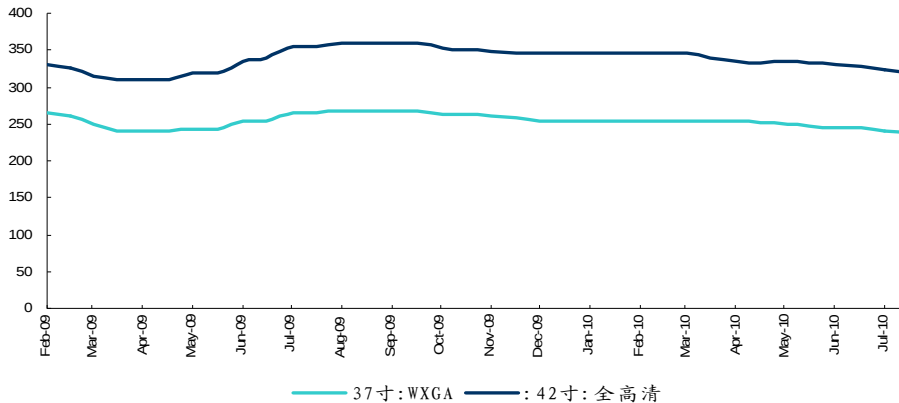
图 5：公司销售毛利率已持续三个季度下滑



资料来源：Wind，长江证券研究部

虽然厦华最近几个季度毛利率持续小幅下滑，但自从全球第五大液晶面板生产厂商华映作为第一大股东入主厦华以来，公司不仅能够获得持续稳定的面板供应，相应的在面板价格上也有更多的谈判空间，考虑到面板成本占据液晶电视总成本约 70%左右，因此公司在上游面板供应上的优势明显。同时公司不断谋求的从设计环节开始做起的产业链整合，不仅让厦华从产品设计之初即跟上游生产端进行沟通，同时还使得零配件的规格标准化，这也使得厦华在成本控制上具有一定的优势。

图 6：液晶面板价格虽有小幅下滑趋势，但仍持续坚挺



资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，二季度期末存货较一季度持平，仍远低于历史高位

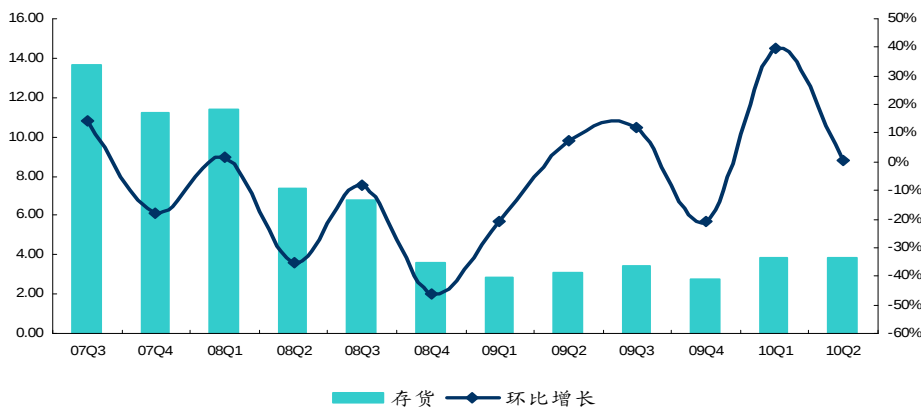
公司中报披露报告期末存货为 3.84 亿元，与一季度期末基本持平，远低于历史高位。其中公司存货中在产品及库存商品的占比达到 60%。

表 2：公司存货中库存产品及在产品占比约 60%

项目	期末余额（亿元）			期初余额（亿元）		
	账面余额	跌价准备	账面价值	账面余额	跌价准备	账面价值
原材料	1.69	0.52	1.18	1.44	0.70	0.74
低值易耗品	0.24	0.02	0.22	0.24	0.03	0.21
在产品	1.01	0.56	0.45	0.90	0.70	0.20
库存商品（产成品）	2.25	0.39	1.86	1.99	0.46	1.53
委托加工物资	0.13	0.00	0.13	0.05	0.00	0.05
合计	5.32	1.48	3.84	4.62	1.89	2.73

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 7：二季度期末存货与一季度基本持平，远低于历史高位



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司年初计提的存货跌价准备在报告期内已经部分得到转销，其中本报告期内对在产品仍计提了 0.02 亿元的存货跌价准备，考虑到产品价格下滑等因素，我们认为计提的存货跌价准备影响不大。

表 3: 存货跌价准备 (百万)

存货种类	期初账面余额	本期计提额	本期减少		期末账面余额
			转回	转销	
原材料	0.70	—	—	0.18	0.52
低值易耗品	0.03	—	—	0.01	0.02
在产品	0.70	0.02	—	0.17	0.56
库存商品 (产成品)	0.46	—	—	0.07	0.39
委托加工物资	0.00	—	—	—	0.00
合计	1.89	0.02	—	0.43	1.48

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

第四, 大股东华映入主, 推动公司迈入良性发展轨道

作为大陆国企与台湾上市公司携手合作第一例, 华映于 2006 年入主公司以后, 即逐步推进其原先的产业链上下游同步开发的设想, 使得公司有机会提前介入上游显示屏的研发, 为公司新品开发创造了先发优势。同步开发不仅可以使公司整机产品与上游显示屏优化使用电路板等零部件, 提升整机产品质量、降低产品的制造成本。同时也提升了设计团队的视野, 拓宽设计思路, 加大在国内彩电业的技术优势。公司是目前国内极少数能够同步开发国际所有主要制式的彩电生产企业, 这为公司开拓国际市场带来比较大的优势。

同时公司还从华映引进了产品生命周期管理系统, 加强对研发、采购与制造的流程管理:

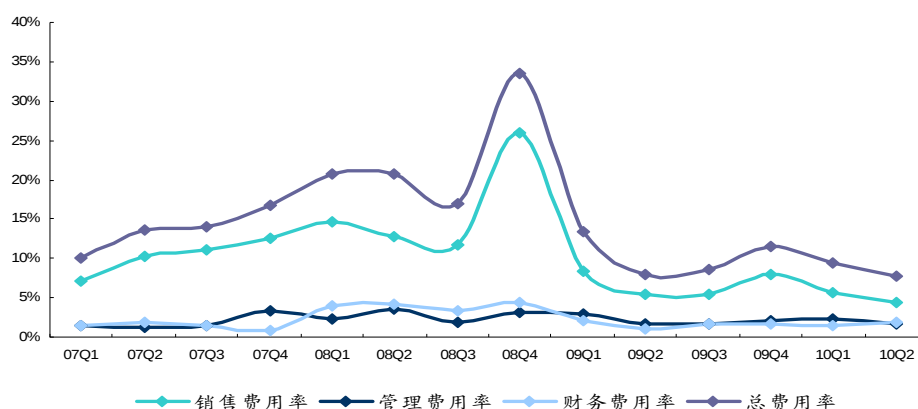
1) 研发方面: 提高了新产品的研发速度与设计标准化程度, 降低了研发到量产的时间, 使其由八个月缩短为平均四个月; 设计标准化使公司整机使用的元器件品种下降了 70%, 减少了元器件采购品种及其库存水平, 提高了单个品种的单批次采购量, 降低了采购成本和管理成本。

2) 制造方面: 制造工程系统得到进一步改善, 目前公司产品直通率从 80%多上升至 98%, 大幅提高了每道工序的通过率, 极大地降低了产品的返工率, 既节约了生产成本又加快了生产速度; 上述结果有效地降低了产品的生产成本, 并极大的提高了净利润。

3) 信息系统方面: 公司引进 MIS 管理信息系统对厦华一些单独的旧信息系统进行改造, 使原来独立的信息孤岛相互关联, 使得信息共享, 极大的提高了物流的管理控制能力和产品的快捷, 精细准确的定价能力。

公司通过引进、消化华映先进的管理经验, 对公司的设计、制造以及采购等流程进行改造, 使得公司产品质量得到进一步提升, 同时也增强了公司对成本费用的控制能力, 目前公司已逐步迈入良性发展轨道。

图 8: 公司费用率持续下降, 费用控制初见成效

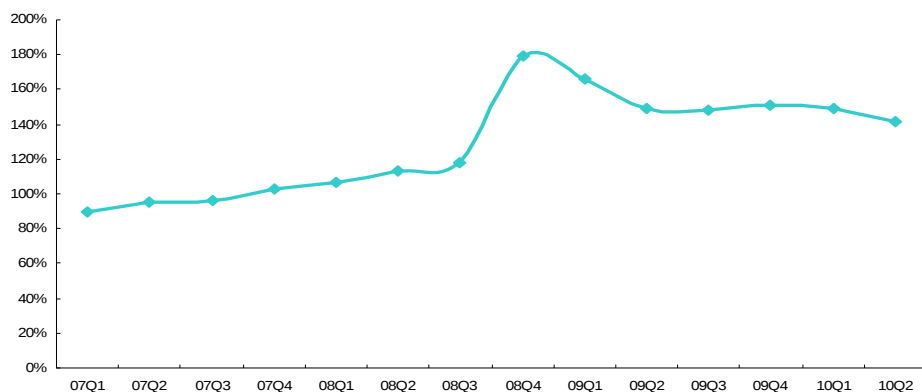


资料来源: Wind, 长江证券研究部

第五，首次给予“谨慎推荐”评级

虽然公司目前净资产仍为负值，资产负债率高达 140%，但考虑到大股东华映以及二股东实际控制人厦门建发集团通过提供担保、委托借款以及无息借款的方式给予公司持续的现金流支持，公司未来成长仍旧看好。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.26 和 0.34 元，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

图 9： 公司目前仍处于资不抵债阶段，资产负债率高达 140%



资料来源：Wind，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4158	5378	6439	7394	货币资金	642	296	277	292
营业成本	3587	4675	5662	6502	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	571	703	777	892	应收账款	751	934	1088	1192
% 营业收入	13.7%	13.1%	12.1%	12.1%	存货	273	384	465	534
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	42	47	57	65
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	271	350	419	481	流动资产合计	1726	1682	1913	2113
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	80	108	129	148	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	长期股权投资	14	16	18	21
财务费用	63	-1	-2	-2	投资性房地产	9	9	9	9
% 营业收入	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产合计	144	170	215	227
资产减值损失	52	148	103	45	无形资产	59	56	53	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	2	3	3	递延所得税资产	1	2	2	1
营业利润	104	100	130	221	其他非流动资产	2	4	6	8
% 营业收入	2.5%	1.9%	2.0%	3.0%	资产总计	1955	1940	2217	2431
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	1486	0	0	0
利润总额	105	100	130	221	应付款项	855	1083	1312	1507
% 营业收入	2.5%	1.9%	2.0%	3.0%	预收账款	50	65	77	89
所得税费用	1	1	2	3	应付职工薪酬	23	140	170	195
净利润	104	98	128	218	应交税费	-19	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	202	257	310	356
的净利润	102.1	96.4	125.4	213.6	流动负债合计	2596	1545	1870	2147
少数股东损益	2	2	3	4	长期借款	300	300	300	300
EPS（元/股）	0.28	0.26	0.34	0.58	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	50	50	50	50
经营活动现金流净额	-444	276	256	368	负债合计	2946	1895	2220	2497
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	-1002	-920	-813	-632
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	12	14	16	21
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	-990	-906	-797	-611
固定资产投资	-7	-74	-100	-74	负债及股东权益	1955	988	1422	1886
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-7	-74	-100	-74		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.275	0.260	0.338	0.576
股权融资	0	0	0	0	BVPS	-2.70	-2.48	-2.19	-1.70
银行贷款增加（减少）	661	0	0	0	PE	18.85	19.96	15.35	9.01
筹资成本	57	-14	-17	-30	PEG	0.68	0.72	0.55	0.32
其他	-114	0	0	0	PB	-1.92	-2.09	-2.37	-3.05
筹资活动现金流净额	604	-14	-17	-30	EV/EBITDA	14.94	12.85	10.51	6.81
现金净流量	153	188	139	264	ROE	-10.2%	-10.5%	-15.4%	-33.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。